

期待基建和房地产引发水泥需求“共振”

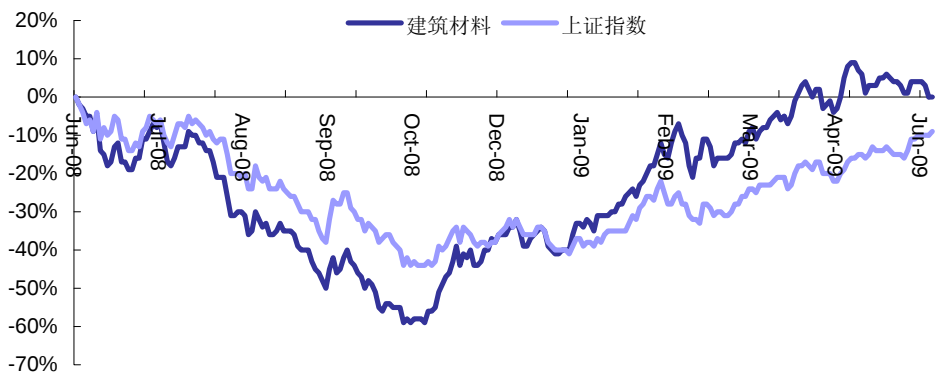
行业评级

增持 / 维持评级

相关研究

- 下半年基建加快和房地产投资回暖将拉动水泥需求增长高于上半年、利润环比和同比都将上升、2010 年供给不会明显过剩、估值水平适中构成我们维持水泥行业“增持”评级的理由。
- 以“4 万亿”为代表的政府加大投资力度的政策推动今年以来固定资产投资高速增长，1—5 月全国城镇固定资产投资同比增长 32.9%。预计年内政策不会发生大的改变，从目前的新开工项目计划总投资来看，全年固定资产投资增速可能保持在 30%左右，大大超过去年底市场的预期。
- 固定资产投资高速增长拉动水泥需求增长大幅超预期。今年 1—5 月，全国水泥产量同比增长 13.34%。旺盛需求下，全国水泥均价在今年 3 月企稳并有小幅回升，但东中部地区价格依然低于 08 年同期。
- 下半年基建项目将大量开工，房地产新开工面积将出现明显回暖，拉动水泥需求增长强劲，预计全年水泥需求增长 15%。2010 年虽然基建投资的增速可能有所放缓，但房地产投资增速或将加快到 15%以上，预计全年水泥需求增长仍然可望达到 10%左右。
- 预计 09 年建成投产水泥产能 2—2.5 亿吨，其中近 40%产能集中在年底投产，下半年实际新增供给压力不大，供求关系好于上半年，水泥价格涨幅可能加大。今年新增需求将显著大于新增供给，明年则基本平衡。分地区看，东北、华东、华北地区新建产能增速较低，未来供给压力较轻。
- 维持“先东后西”投资策略，东部水泥公司盈利能力回升，推荐海螺、塔牌、冀东、华新；西北公司存在交易性机会，选择祁连山和赛马实业。
- 由于存在滞后期，玻璃行业显著复苏要到 2010 年。主要玻璃上市公司均涉足太阳能光伏电池领域，目前 09 年估值水平普遍较高，非传统玻璃业务可以支撑，因此下半年的投资机会将主要取决于太阳能光伏电池行业政策及基本面是否出现积极的变化。维持对南玻 A 的“增持”评级。

最近 52 周股价表现



分析师
周焕
+755-82492072
zhouhuan@lhq.com

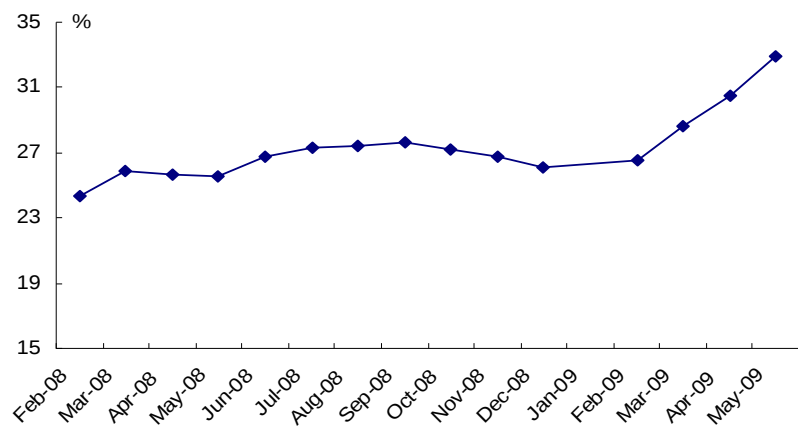
水泥：期待基建和房地产引发的需求“共振”

固定资产投资拉动上半年水泥需求超预期增长

国家统计局公布的数据显示，1—5 月，全国城镇固定资产投资 53520 亿元，同比增长 32.9%，增速比 1—4 月加快 2.4 个百分点，5 月固定资产投资增速高达 38.7%。

全年固定资产投资增速可能 30%以上，大幅超预期

图 1、全国城镇固定资产投资同比增速（年内累计值）



数据来源：国家统计局，联合证券研究所整理。

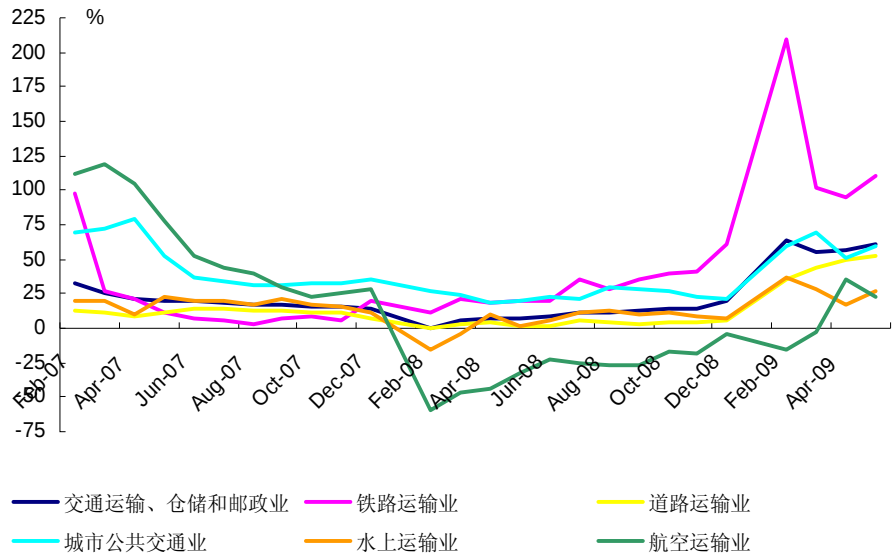
以“4 万亿”为代表的政府加大投资力度的政策推动今年以来固定资产投资高速增长。预计年内积极的财政政策和适度宽松的货币政策不会发生大的改变，从目前的新开工项目计划总投资（1—5 月增长 95.9%），来看，全年固定资产投资增速可能保持在 30%左右。

去年底市场对今年固定资产投资增速的预期普遍不超过 15%，今年实际增速大幅超预期几成定局。

交通基础设施投资符合预期

分行业看，“4 万亿”投资重点的交通基础设施建设投资出现了符合预期的快速增长：1—5 月交通运输、仓储和邮政业投资增长 60.8%，增速比去年同期加快 53.7 个百分点，其中铁路、道路、城市公交、水上运输、航空运输业投资增速均出现明显加快。

图 2、交运、仓储和邮政业及各子行业投资增速

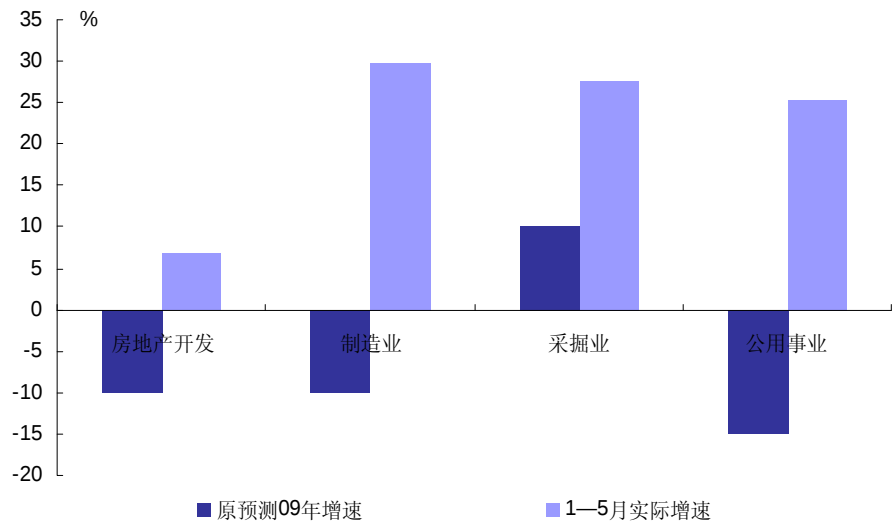


数据来源：CEIC，联合证券研究所整理。

房地产、工业投资好于预期

我们原先担心的房地产开发、工业 09 年固定资产投资增速可能会大幅下降，从而削弱对水泥的需求，而 1—5 月实际投资增速远高于我们去年底的预期。

图 3、主要行业固定资产投资原 09 年预测增速和 1—5 月实际增速比较

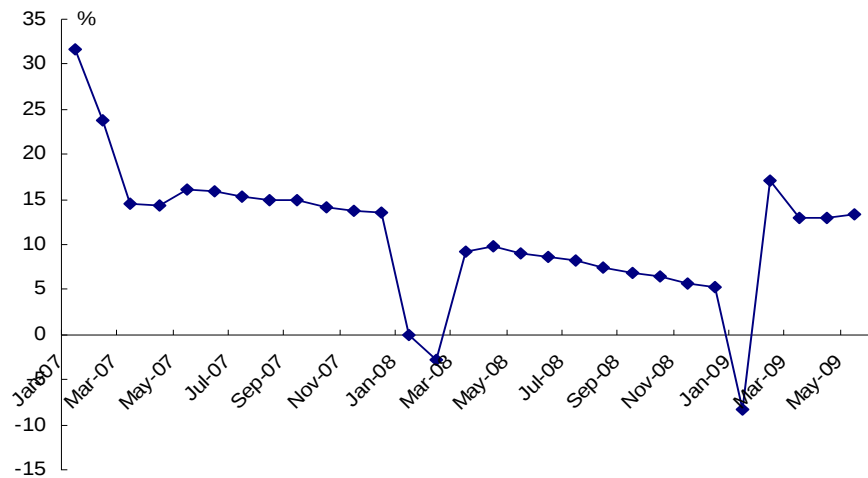


数据来源：CEIC，联合证券研究所整理。

水泥需求增长超预期

固定资产投资高速增长拉动水泥需求增长大幅超预期。今年 1—5 月，全国水泥产量 5.7 亿吨，同比增长 13.34%，而且 3 月开始增速加快（去年年初雪灾导致今年 1—2 月产量增速缺乏可比性）。

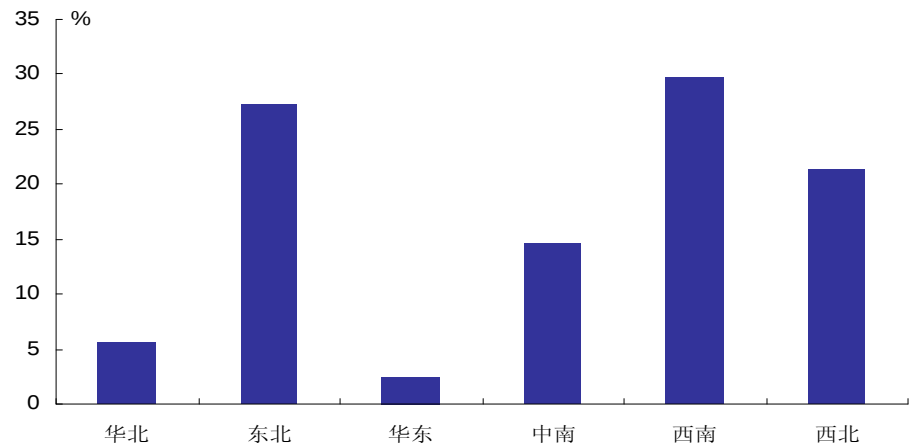
图 4、中国水泥产量同比增速(年内累计值)



数据来源: 国家统计局, 联合证券研究所整理。

分区域来看, 欠发达地区增长明显快于发达地区: 东北、西北、西南需求最为旺盛, 产量增速均超过 20%, 中南地区次之, 约为 15%, 华东、华北增速较低。

图 5、分地区 09 年 1—5 月水泥产量增速



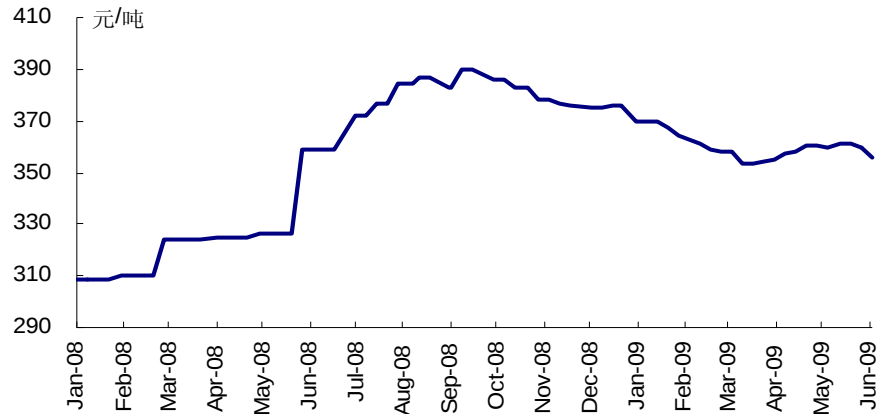
数据来源: 数字水泥网, 联合证券研究所整理。

分省来看, 安徽、湖南、湖北、四川、重庆、贵州、云南、陕西、甘肃、吉林增速明显加快; 水泥生产大省中, 浙江、江苏、河南、河北需求放缓明显, 1—5 月水泥产量增速同比分别回落 5.47、4.27、8.04、7.14 个百分点, 广东增速加快 1.21 个百分点。从环比看, 河北产量 5 月开始明显加速。西北地区需求普遍旺盛, 但新疆水泥产量增速下滑 20 个百分点。

水泥价格企稳, 略有回升

旺盛需求下, 全国水泥均价在今年 3 月企稳并有小幅回升, 但华东、华中、华南地区价格依然低于 08 年同期。

图 6、P.O42.5 散装水泥含税全国均价



数据来源: 数字水泥网, 联合证券研究所整理。

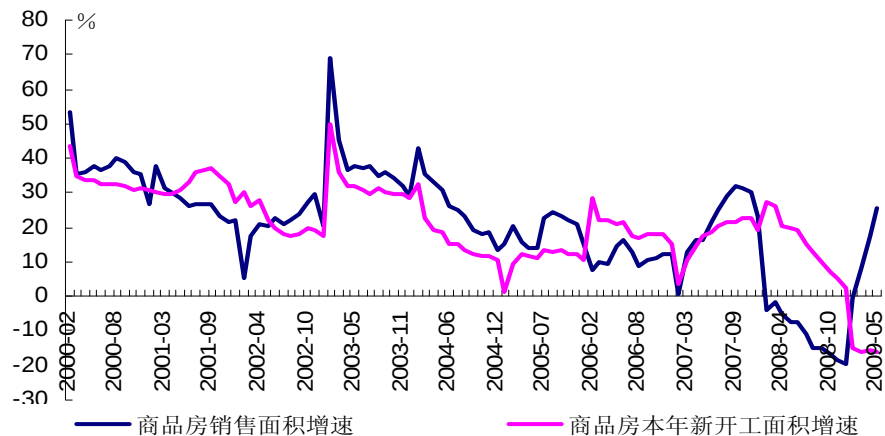
下半年基建和房地产投资引发水泥需求“共振”

下半年基建将加快

预计下半年固定资产投资依然保持高速增长,“4 万亿”投资中涉及的大部分重点基础设施建设在经过上半年的准备阶段后,将大量开工,对水泥的需求将超过上半年。更为重要的是,下半年房地产新开工面积将出现明显回暖,对水泥需求的拉动作用值得重视。

今年以来,全国商品房销售出现反转,1—5 月累计销售面积 24644 万平米,同比增长 25.5%。

图 7、商品房销售面积和新开工面积增速(累计)

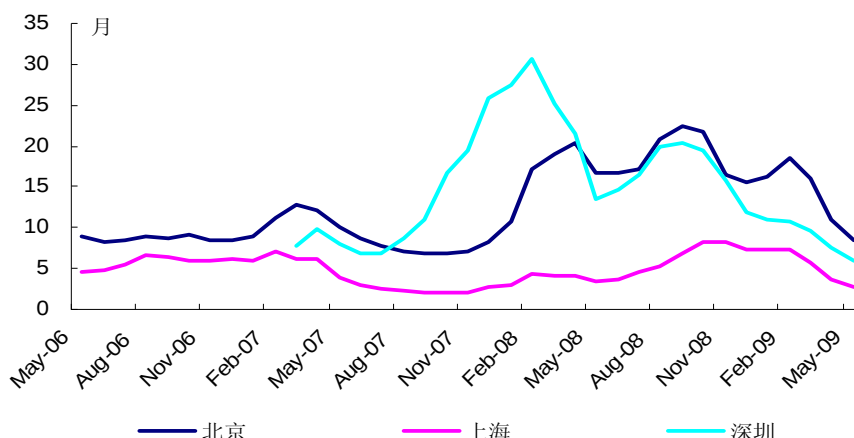


数据来源: CEIC, 联合证券研究所整理。

商品房销售反转, 库存降至低位

从北京、上海、深圳三个城市的监测数据看,房地产“去库存化”速度很快,按照最近 3 个月的平均销量计算,商品住宅可售面积可供维持销售的时间分别为 8.5、2.7 和 6.0 个月,均处于 06 年以来的低位。

图 8、三大城市商品住宅可售面积“去库存化”时间



数据来源: 各城市房管局, 联合证券研究所整理。

下半年商品房新开工面积将明显回升

在宽松信贷和销量大幅回升使得开发商资金压力大大缓解的前提下, 库存的快速降低将推动房地产投资回升。1-5 月房地产开发投资同比增长 6.8%, 比 1-4 月加快 1.9 个百分点, 其中 5 月单月投资额同比上升 12%, 环比上升 19.3%, 回暖迹象明显。

1-5 月商品房新开工面积增速出现止跌迹象, 我们预计未来将较快回升。主要理由是: 库存快速降至低位、近期各地土地市场成交开始明显回暖、从历史上看, 销售面积和新开工面积增速变化方向基本一致, 而今年以来两者走势背离较大 (见图 7)。

2009—2010 年水泥需求分别增长 15% 和 10%

预计下半年房地产投资增速继续回升, 全年可达 10%。基建投资强劲增长、房地产投资超预期复苏的双重作用可能拉动 09 年水泥需求增长 15% 左右。2010 年, 预计基建投资的增速有所放缓, 但房地产投资增速可能加快到 15% 以上, 预计全年固定资产投资增长 20% 以上, 水泥需求增长仍然可望达到 10% 左右。

表 1、2009—2010 年水泥需求预测

	2008A	2009E	2010E
铁路运输业投资 (亿元)	4019	6000	7000
铁路运输业投资水泥需求 (万吨)	6029	9000	10500
道路运输业投资 (亿元)	7335	10000	10000
道路运输业投资水泥需求 (万吨)	11002	15000	15000
房地产投资 (不含保障性住房) (亿元)	29700	31638	36383
房地产投资 (不含保障性住房) 水泥需求 (万吨)	35640	37965	43660
保障性住房投资 (亿元)	880	2000	2500
保障性住房投资水泥需求 (万吨)	1056	2400	3000
其他固定资产投资 (亿元)	130301	173300	216625
其他固定资产投资水泥需求 (万吨)	85086	95315	103980
固定资产总投资合计 (亿元)	172235	222938	272509
固定资产总投资增速 (%)	25.50	29.44	22.24
水泥需求合计 (亿吨)	13.88	15.97	17.61
水泥需求增速 (%)	5.20	15.03	10.31

数据来源: 联合证券研究所。

强劲需求可化解供给压力

对四川灾后重建、4 万亿投资拉动水泥需求的乐观预期以及通过“跑马圈地”占据未来竞争优势的意图推动水泥企业新建产能的热情高涨,今年以来产能扩张的幅度超过我们之前的预期。

1—5 月水泥行业完成投资 520.39 亿元,同比增长 78.58%,但从我们统计的实际在建产能来看,增幅并没有这么大。历史上也曾出现行业投资和新增产能增幅不一致的情况,产生偏差可能和项目施工进度、余热发电占比等因素有关。我们认为统计新增产能数据能更准确地反映实际供给增量情况。

预计 09 年新增水泥产能 2—2.5 亿吨

据我们对数字水泥网提供的媒体公开报道信息的统计,08 年和 09 年一季度开工建设的水泥产能分别为 2 亿和 5800 万吨,由于正常建设周期为 1 年左右,综合考虑这其中小部分产能分别在 08 年和 2010 年投产,以及统计遗漏的情况,我们估计 09 年实际建成投产的水泥产能约为 2—2.5 亿吨,相比 08 年 2 亿吨的新增产能,新增供给的增幅在 0—25%的区间内。

表 2、08 年以来开工建设的水泥产能(万吨)

	华北	东北	华东	中南	西南	西北	合计
08 年第一季度	100	0	200	2483	337	259	3379
08 年第二季度	1150	0	529	708	850	280	3516
08 年第三季度	395	0	412	586	2286	586	4265
08 年第四季度	521	0	1477	1533	3608	1574	8712
09 年第一季度	697	0	1632	1366	1567	543	5804
09 年第二季度	2001	597	129	991	867	1455	6039

数据来源:数字水泥网,联合证券研究所整理。

注:09 年第二季度统计到 6 月上旬。

大量产能集中在年底释放,下半年供求关系好于上半年

从建成投产的节奏来看,由于大量产能集中在 08 年四季度开工(见表 2),因此 09 年建成投产的产能也将集中在接近今年年底的时候投产,这种情形和 08 年相似(见下表)。

表 3、08 年以来建成投产的水泥产能(万吨)

	华北	东北	华东	中南	西南	西北	合计
08 年第一季度	0	634	738	660	100	87	2219
08 年第二季度	326	391	846	933	347	30	2873
08 年第三季度	434	217	1405	803	240	0	3099
08 年第四季度	367	109	2365	2446	878	608	6772
09 年第一季度	0	217	120	2518	532	200	3587
09 年第二季度	846	774	492	1016	1270	378	4775

数据来源:数字水泥网,联合证券研究所整理。

注:09 年第二季度统计到 6 月上旬。

水泥熟料生产线点火投产后,一般要经过 1—3 个月的带负荷试运转才能正式量产,因此今年年底集中释放的产能不会对今年的供给产生实质性影响。由于 09 年上半年承受了 08 年四季度大量投产产能的充分释放,因此我们认为今年下半年供给压力可能不会比上半年大,而需求好过上半年,因此供需关系将有所改善。

今年新增需求大于新增供给,明年基本平衡

08 年底国内水泥总产能 17.3 亿吨,假设 09 年新建成投产 2.3 亿吨,淘汰落后产能 5000 万吨,净增加 1.8 亿吨,假设新建成投产和落后淘汰的产能各有 50%

在 09 年释放, 则 09 年有效水泥产能为 18.2 亿吨 (当年有效产能=去年底总产能+当年新建投产产能的 50%-当年落后淘汰产能的 50%), 比 08 年增加 1.6 亿吨, 如果需求增长 15.03%, 则产量增加 2.1 亿吨, 需求增量比供给增量多出约 5000 万吨, 供需边际变化有利于卖方, 产能利用率将上升, 过剩局面好转。

如果 2010 年新建成投产 2 亿吨水泥产能 (09 年上半年开工建设的产能为 1.18 亿吨), 落后产能淘汰 5000 万吨, 需求增长 10.31%, 按上述方法计算出的供给增量和需求增量基本持平, 不会出现明显的过剩加剧情况。

表 4、全国水泥供需测算表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
新增水泥产能 (万吨)	11827	12517	20068	23000	20000
落后产能淘汰 (万吨)	3500	5200	6000	5000	5000
全国水泥总产能 (万吨)	151352	158669	172737	190737	205737
全国有效水泥产能 (万吨)	147189	155010	165703	181737	198237
新增有效产能 (万吨)	14733	7822	10692	16034	16500
全国水泥产量 (需求) (万吨)	120412	131976	138838	159706	176171
新增水泥产量 (需求) (万吨)	16582	11564	6863	20867	16466
有效产能利用率 (%)	81.8	85.1	83.8	87.9	88.9
新增有效产能—新增产量 (万吨)	(1848)	(3742)	3830	(4833)	34

数据来源: 国家统计局, 数字水泥网, 联合证券研究所整理。

明显过剩仅限于局部地区

虽然新建产能整体规模较大, 但区域分布差异显著。受灾后重建需求旺盛影响, 四川、重庆 08 年三季度至今年一季度出现水泥建设高峰, 08 年下半年开工建设水泥产能 5300 多万吨, 占当年全国开工建设总产能的 27%, 而东北、华东、华北地区产能增速并不很高, 供给压力并不太大 (见表 2), 因此未来即使出现明显产能过剩, 也是局部地区的。

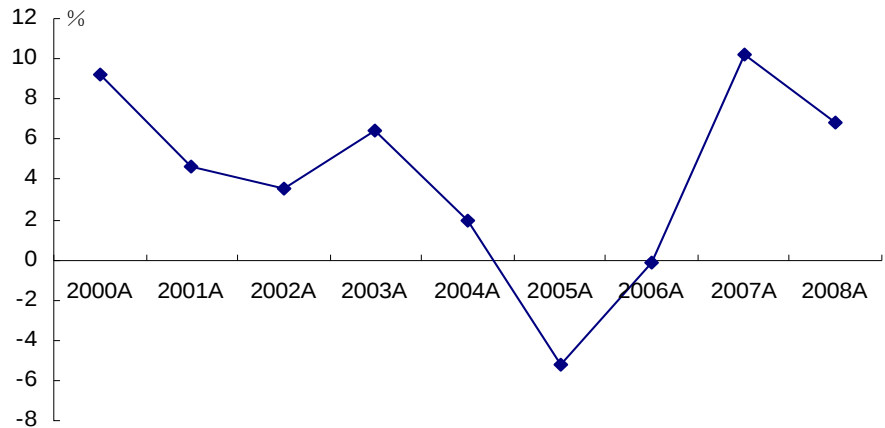
投资策略: 坚持“先东后西”

下半年净利润同比和环比上升明显

09 年一季度水泥行业上市公司净利润同比下降 9.32%, 3 月以后随着需求增长带来的发货量上升、价格小幅上涨以及煤炭成本回落, 盈利状况出现改善, 预计上半年水泥净利润将同比持平或小幅上升。今年下半年随着需求的进一步增强, 水泥价格有望重拾升势, 并且涨幅可能高过上半年, 而煤炭价格难以出现明显上涨, 再考虑到去年第四季度基数较低, 因此下半年净利润可能出现较大的同比和环比增幅。

2000 年以来水泥行业 ROE 的峰值出现在 07 年, 上市公司加权平均的 ROE 为 10.25%, 08 年降为 6.85%, 我们认为在强劲需求的拉动下, 09 年 ROE 将比 08 年有所上升。

图 9、水泥上市公司加权算术平均 ROE

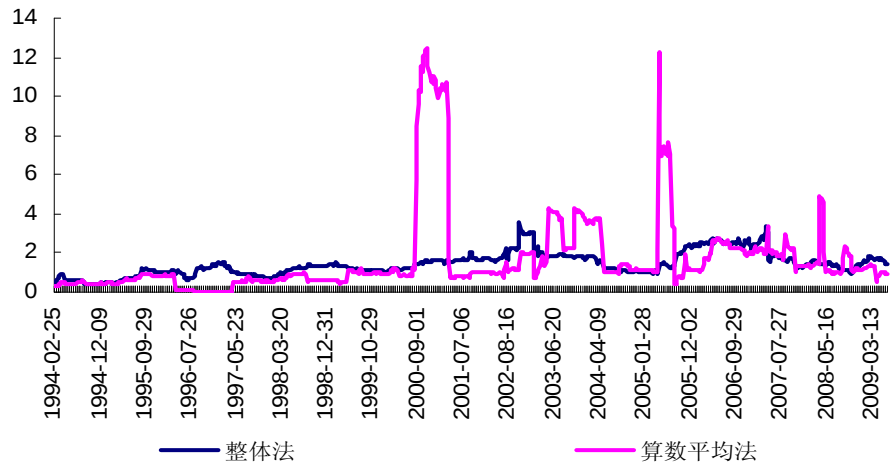


数据来源: wind, 联合证券研究所整理。

相对市场而言, 水泥股并未被高估

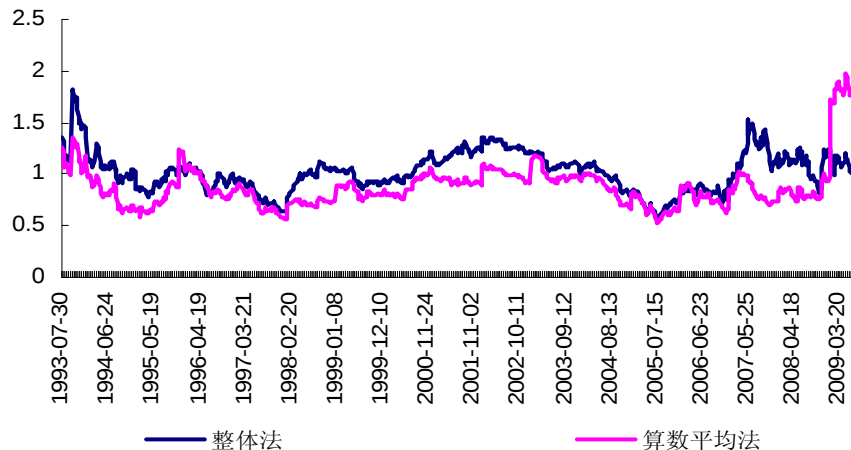
从估值上看, 目前重点水泥上市公司 09 年 PE18.5 倍, PB3.31 倍(剔除 ST 双马)。水泥行业和沪深 300 指数的 TRACING PE 比值、整体法 PB 比值都处于历史中值附近, 说明相对于整个市场而言, 水泥股并未被高估。

图 10、TRACING PE 比值(水泥行业/沪深 300 指数)



数据来源: Wind, 联合证券研究所整理。

图 11、PB 比值(水泥行业/沪深 300 指数)



数据来源: Wind, 联合证券研究所整理。

下半年基建加快和房地产投资回暖将拉动水泥需求增长高于上半年、利润环比和同比都将上升、2010 年供给不会明显过剩、估值水平适中构成我们维持水泥行业“增持”评级的理由。

东部公司盈利回升、西北公司估值修复

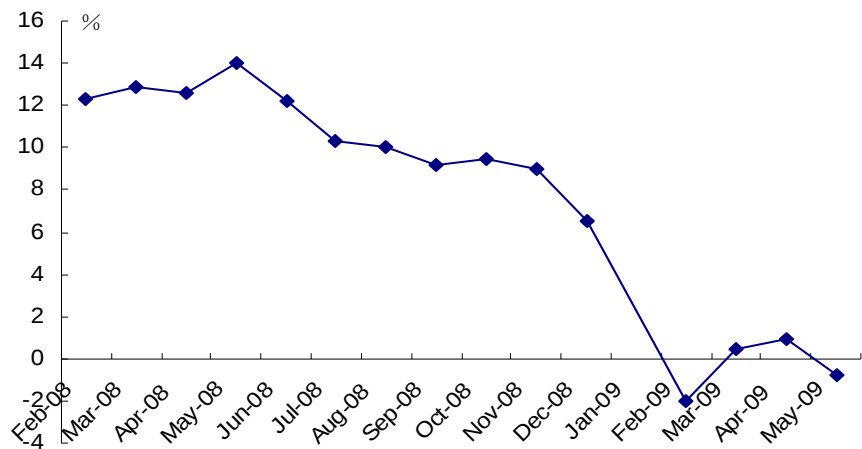
公司选择方面，我们依然维持前期的投资策略：首选目前盈利能力偏低、业绩弹性受房地产投资回暖影响大的东部公司——海螺水泥（600585）、塔牌集团（002233）、冀东水泥（000401）、华新水泥（600801），如东部水泥股估值上升，与西北水泥股估值差距进一步加大，可能会引发后者向上修复。但由于未来大量产能投放，整体上西北水泥高景气阶段已接近尾声，估值上升幅度有限，可能只存在交易性投资机会。由于中材继入主赛马实业后，近期又通过认购 5500 万股非公开发行 A 股成为祁连山第二大股东，宁夏、甘肃水泥市场竞争程度有所缓和，高景气阶段有望延长，因此我们认为祁连山（600720）和赛马实业（600449）为西北水泥股中最好的投资标的。

玻璃：明年将显著复苏

一季度景气触底，现步入缓慢回升阶段

受房地产行业不景气影响，去年以来平板玻璃需求逐步回落，价格震荡下行。由于亏损面不断扩大，到今年初，全国已有 20% 以上的浮法玻璃产能停产。

图 12、全国浮法玻璃产量增速（年内累计）



数据来源：国家统计局，联合证券研究所整理。

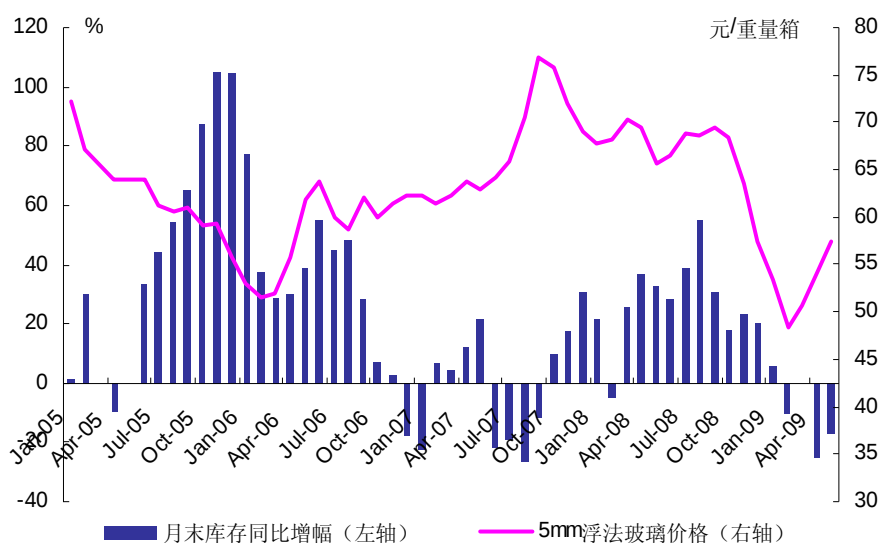
一季度“去库存化”完成

09 年第一季度大量产能停产，加上玻璃企业降价扩大销售，“去库存化”基本完成。从 2 月开始，重点联系玻璃企业月末库存出现连续负增长。

3 月以来，由于供给压力减轻，在经销商加大进货以及重油成本上升的共同推动下，玻璃价格开始出现反弹，并延续至今，产量增速在持续下滑后也开始企稳。我们认为，本轮玻璃行业景气底部已在一季度探明，现已步入缓慢回升阶段。但由于房地产开发投资回暖对玻璃需求的拉动有一年左右的滞后期，我们认为今年下半年玻璃需求不会出现大幅回升。虽然玻璃价格有所反弹，但在需求没有显著回暖的情况下，如果前期停产的生产线大量复产，可能会对价格重新产生压力，而油价上涨带来的成本加大也对玻璃行业盈利能力构成负面影响。预计今年玻璃行业毛利率比去年仅有小幅改善。

3月以来价格见底反弹，
全年毛利率小幅改善

图 13、重点联系玻璃企业库存和价格变化



数据来源：中国建材信息网，联合证券研究所整理。

光伏业务高估值成股价
主要支撑力

房地产开发投资回暖将对 2010 年玻璃需求产生较大拉动，因此预计明年玻璃行业利润将出现较大增长。主要玻璃上市公司均涉足太阳能光伏电池领域，目前 09 年估值水平普遍较高，非传统玻璃业务可以支撑，因此下半年的投资机会将主要取决于太阳能光伏电池行业政策及基本面是否出现积极的变化。

继续推荐南玻 A
(000012)

玻璃行业中我们继续推荐南玻 A (000012)，2010 年公司浮法玻璃业务将有明显复苏，从多晶硅到电池组件的产业链打造完成，并开始投入大规模量产。在各国政策的强有力扶持下，预计 2010 年太阳能电池需求将明显增长，公司光伏业务将产生利润贡献。未来南玻的战略发展重点在光伏领域：多晶硅电池产能将快速扩张，薄膜电池领域也开始布局（TCO 玻璃和 BIPV），卓越的管理能力和高超的技术工艺水准将保障公司成功转型为光伏电池的高水平制造企业。我们看好公司的长期发展趋势，维持“增持”评级。

表 5、重点上市公司盈利预测和估值

股票代码	股票名称	股价 (09/06/19)	EPS (09E)	EPS (10E)	PE(09E)	PE(10E)	PB(09Q1)	评级
600585	海螺水泥	41.31	2.03	2.59	20.35	15.95	2.84	增持
002233	塔牌集团	14.53	0.75	1.02	19.37	14.25	3.35	增持
000401	冀东水泥	13.78	0.65	0.91	21.20	15.14	2.83	增持
600801	华新水泥	22.63	1.32	1.60	17.14	14.14	2.23	增持
600449	赛马实业	24.71	1.74	2.10	14.20	11.77	2.85	增持
600720	祁连山	12.72	0.75	0.85	16.96	14.96	4.54	增持
600425	青松建化	11.78	0.55	0.75	21.42	15.71	3.14	增持
000877	天山股份	12.26	1.03	1.20	11.90	10.22	4.68	增持
000935	ST 双马	9.10	0.41	0.47	22.20	19.36	14.44	中性
000012	南玻 A	16.22	0.54	0.96	30.04	16.90	4.29	增持

数据来源：联合证券研究所。

注：华新水泥和天山股份盈利预测未考虑增发摊薄。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。